

XI CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"ORGANIZZAZIONE, RIORGANIZZAZIONE E RISTRUTTURAZIONE
DELL'IMPRESA NEL DIRITTO INTERNO E NELLA DIMENSIONE
TRANSNAZIONALE".

Roma, 14-15 febbraio 2020

FEDERICO FORNASARI

L'Organizzazione dei Fondi Comuni Monetari

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Il sistema di *shadow banking*. - 3. "Demonetizzare" le quote degli FCM. - 4. Le modalità di calcolo del NAV e l'incentivo alla corsa - 5. La definizione di FCM. - 5.1. Le differenti tipologie di FCM. - 6. Il sostegno esterno. - 6.1. La regolamentazione del sostegno esterno. - 7. Conclusioni.

1. *Introduzione*. - I fondi comuni monetari (in seguito, FCM) sono stati un tema estremamente dibattuto nell'ultima decade poiché si sono trovati al centro del sistema di *shadow banking* colpito dalla crisi del 2007-2008.¹ Uno dei *topoi* della teoria della regolamentazione bancaria consiste nelle questioni legate alla fragilità degli istituti di credito derivante dalla trasformazione del rischio di credito, maturità e liquidità effettuato dalle banche commerciali. L'analisi del sistema finanziario effettuata in seguito alla crisi ha dimostrato che queste attività di trasformazione sono svolte anche dal sistema di *shadow banking*, che per converso è soggetto a modalità moderne di rischio di "corsa". Gli FCM europei hanno ricevuto rilevanti richieste di rimborso nel 2007, quando si sono manifestati i primi segnali di fragilità del mercato americano dei *subprime loans* (in cui avevano investito

¹ Un'analisi storica accurata ed estremamente dettagliata della crisi, che tiene in considerazione la centralità del sistema di *shadow banking* e dei flussi finanziari lordi è fornita da ADAM TOOZE, *Crashed* 72-90 (2018).

ingenti risorse).² Gli FCM americani, detenendo molti strumenti finanziari a breve termine (emessi da *ABCP conduits, structured investment vehicles* e società finanziarie, come Lehman Brothers³) hanno mostrato una (insospettata sino a quel momento) fragilità nella settimana successiva al fallimento di Lehman, quando gli azionisti hanno chiesto in massa il rimborso delle proprie azioni, secondo un meccanismo simile a quello della corsa agli sportelli in un sistema di *market based finance*. La “corsa” si è arrestata solamente in seguito all’annuncio da parte del governo e della banca centrale di diversi programmi che sostanzialmente hanno garantito il valore delle azioni degli FCM e hanno ripristinato la liquidità nei mercati monetari.⁴ A causa della quantità delle attività denominate in dollari delle banche europee e dell’interconnessione fra i sistemi finanziari europeo ed americano⁵, la pressione sugli FCM⁶ ed il loro conseguente disinvestimento da certi settori hanno generato una serie di tensioni nel sistema finanziario globale.⁷

Gli FCM europei, probabilmente anche per le dimensioni relativamente modeste del settore rispetto a quello americano, non hanno

² E. BENGTSSON, *Systemic risk regulation and money market funds*, in *Money market funds in the EU and the US: regulation and practice*, a cura di V. BAKLANOVA e J. TANEGA, Oxford, 2014, 296.

³ GARY GORTON E ANDREW METRICK, *Regulating the Shadow Banking System* 280 (Brooking Paper on Economic Activity, Fall 2010), disponibile all’indirizzo https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2010/09/2010b_bpea_gorton.pdf.

⁴ Un resoconto dei programmi del Tesoro Americano e della Federal Reserve per sostenere i fondi comuni monetari è presentato da JILL E. FISCH, *Tales from the Dark Side: Money Market Funds and the Shadow Banking Debate*, in RESEARCH HANDBOOK ON THE REGULATION OF MUTUAL FUNDS 228, 232 (William A. Birdthisle & John Morley eds., 2018); si veda anche NAHOIKO BABA, ROBERT N. MCCAULEY & SRICHANDER RAMASWAMY, *US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks*, in BIS Q. REV., Mar. 2009, at 73.

⁵ Nonostante molte ricostruzioni affermino che la *saving glut* cinese sia stata la causa principale della bolla formatasi nel mercato finanziario statunitense, è stato dimostrato che la fetta più ampia dei flussi finanziari *lordi* proveniva dalle banche europee, CLAUDIO BORIO & PITI DISYATAT, *Global Imbalances, and Financial Crisis: Link or NoLink?* (BIS Working Paper No. 346, May 2011); ADAM TOOZE, nt. 1, 91-117; per un’analisi comparata delle ipotesi della *saving glut* asiatica e della *banking glut* europea si veda ROBERT MCCAULEY, *The 2008 Crisis: Transpacific or Transatlantic?*, Dec. 2018, BIS Q. REV., 39.

⁶ I fondi comuni monetari nell’area euro e negli Stati Uniti svolgono intermediazione *cross-border*, HEIKE MAI, Deutsche Bank, *Money Market Funds – An Economic Perspective* 19, disponibile all’indirizzo https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_ENPROD/PROD0000000000441776/Money_market_funds_-_an_economic_perspective%3A_Matc.PDF, Feb 26, 2015; è stato stimato che circa la metà delle attività dei fondi comuni monetari statunitensi avevano investito in banche europee, STEFAN AVDJIEV, ROBERT MCCAULEY & HYUN SONG SHIN, *Breaking of the Triple Coincidence in International Finance*, 31 ECON. POL’Y 409, 420 (2016).

⁷ NAHOIKO BABA, ROBERT N. MCCAULEY & SRICHANDER RAMASWAMY, nt. 4, 65-67.

presentato (o quanto meno, non nella stessa misura) le medesime debolezze di quelli americani. Ciò nonostante, il processo di riforma, promosso a livello globale in seno al Financial Stability Board, ha investito sia gli FCM europei che statunitensi.⁸ Tali sforzi regolamentari si sono concretizzati in Europa nell'emanazione del regolamento sui fondi comuni monetari⁹ nel 2017, divenuto vincolante per i fondi di nuova costituzione a partire dal 21 luglio 2018¹⁰, mentre i fondi esistenti hanno dovuto adeguarsi alle disposizioni a partire dal 21 gennaio 2019.¹¹ Il regolamento si innesta per quanto non espressamente previsto e derogato sulla disciplina degli OICVM e dei FIA ed è stato completato dalle linee guida dell'ESMA sugli *stress test scenarios*¹² e sulle modalità di comunicazione delle informazioni alle autorità nazionali competenti.¹³

Sebbene gli elementi di debolezza degli FCM siano stati ampiamente esaminati in letteratura, soprattutto per quanto concerne il contesto americano, allo stato non risultano studi granulari delle disposizioni del nuovo regolamento europeo. Il saggio si propone dunque, dopo aver presentato una breve introduzione al sistema di *shadow banking* e del ruolo che gli FCM occupano nello stesso, di analizzare alcune disposizioni del nuovo regolamento e come queste riflettano gli obiettivi del legislatore. Attraverso il prisma del concetto di *moneyiness*¹⁴, elaborato dalla letteratura economica macro-finanziaria, il saggio si concentra sulle disposizioni che incidono sulle due tecnologie che hanno permesso agli FCM di presentare le proprie azioni come sostituti dei depositi bancari: il NAV costante e il sostegno esterno, mentre non affronta le disposizioni relative alla

⁸ Negli Stati Uniti, alcune modifiche alla regolamentazione degli FCM sono state implementate nel 2010, mentre la versione finale della rule 2a-7 è stata adottata nel 2014 e definitivamente applicata a partire dal 2016. Il processo di riforma negli Stati Uniti è stato estremamente contestato e tortuoso, ed un Autore ha suggerito che la riluttanza della SEC a regolare in maniera incisiva ed efficace gli FCM è un tipico esempio di come un gruppo coeso di attori del mercato finanziario possa catturare il regolatore, ALAN BLINDER, *Financial Entropy and the Optimality of Over-Regulation*, in *The New Financial System: Analyzing the Cumulative Impact of Regulatory Reform* 22 (Douglas D. Evanoff, Andrew G. Haldane & George G. Kaufman eds., 2015); per un resoconto del processo di riforma si veda MATTHIAS THIEMANN, *The Growth of Shadow Banking. A Comparative Institutional Analysis*, 210-16.

⁹ Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 sui fondi comuni monetari L169/8 (d'ora in avanti "reg. FCM" ed anche "regolamento").

¹⁰ Art. 47 reg. FCM.

¹¹ Art. 44 par. primo reg. FCM.

¹² ESMA 34-49-164, 19 luglio 2019.

¹³ ESMA 34-49-168, 19 luglio 2019.

¹⁴ Per la spiegazione del concetto di *moneyiness* cfr. par. 3.

composizione del portafoglio, la politica di *know your customer* e gli stress test. L'articolo procede come segue: dopo aver brevemente descritto il moderno sistema di *shadow banking* (§ 2) e le ragioni dell'obiettivo di "demonetizzare" le quote o azioni degli FCM (§§ 3 - 4), il saggio si concentra sulle nuove disposizioni del regolamento. In prima battuta, si chiarisce quali siano i limiti della fattispecie di FCM (§ 5), in modo da delineare il campo d'indagine. Segue un'approfondita analisi delle modalità di calcolo del NAV e di come queste disposizioni segmentino il mercato degli FCM europeo (§ 5). Si esamina poi come sia stato disciplinato il sostegno esterno (§ 6) e quali operazioni economiche debbano essere incluse nel concetto. Seguono le conclusioni (§ 7).

2. *Il sistema di shadow banking.* - I concetti di *shadow bank* e *shadow money* sono essenziali per comprendere il sistema finanziario contemporaneo¹⁵, le sue potenziali fonti di fragilità e la crisi del 2007-2008. Per poter analizzare compiutamente le *ratio* della riforma è necessario svolgere una breve analisi preliminare delle modalità di funzionamento del sistema¹⁶: l'analisi non sarà completa, ma si limiterà ad una breve disamina delle caratteristiche essenziali per comprendere le funzioni e le origini della debolezza degli FCM.

Il cuore del sistema è rappresentato dalla prassi di finanziarsi a breve termine e prestare a lungo termine, secondo modalità simili a quelle dell'attività bancaria tipica.¹⁷ Le banche tradizionali emettono depositi¹⁸ e

¹⁵ Per una introduzione all'architettura finanziaria globale si veda MARIO GIOVANOLI, *The International Monetary and Financial Architecture – Some Institutional Aspects*, in *The Rule of Law in Monetary Affairs* (Thomas Cottier, Rosa M. Lastra & Christian Tietje eds., 2014).

¹⁶ Bisogna precisare che i termini nel prosieguo del paragrafo vengono utilizzati attecnicamente da un punto di vista giuridico, ma secondo il loro significato economico.

¹⁷ Come affermato da Pozsar «borrowing short and lending long(er) on net is the essence of any form of banking and the source of intermediaries interest margin». La necessità di rinnovare i finanziamenti a breve termine potrebbe mettere a rischio l'intermediario e la sua sopravvivenza dipende dall'accesso a finanziamenti d'emergenza, ZOLTAN POZSAR, *Shadow Banking: The Money View* 11 (OFR Working Paper No. 14.04).

¹⁸ La teoria che i finanziamenti bancari creino i depositi e che le banche non agiscano come intermediari prestando il denaro che hanno preventivamente raccolto presso il pubblico è sempre stata la differenza cruciale fra il *money paradigm* dell'attività bancaria ed il *intermediary paradigm*. Per una distinzione fra i due paradigmi ed una storia delle due teorie si veda MORGAN RICKS, *Money as Infrastructure*, COL. BUS. L REV. 757-765 (2018); PERRY MEHRLING, *The New Lombard Street* (2011). La natura endogena della moneta è sempre stata uno dei pilastri della teoria economica *post-keynesiana* ed è stata di recente sostenuta da istituzioni internazionali e banche centrali, come la Banca d'Inghilterra; si veda MICHAEL MCLEAY, AMAR RADIA & RYLAND THOMAS, *Money Creation in the Modern Economy*, BOE Quarterly Bulletin 14 (2014 Q1); per una lista delle pubblicazioni delle

pertanto i loro debiti sono a breve termine, mentre i prestiti (che nello stato patrimoniale delle banche rappresentano delle attività) hanno una scadenza più distante. L'intermediazione nell'erogazione del credito comporta una trasformazione della liquidità, dei termini di maturazione delle scadenze e del rischio di credito ed espone le banche al rischio di corsa agli sportelli.¹⁹ Poiché l'attività bancaria è di importanza cruciale, sia per finanziare la produzione sia per garantire la gestione ed il corretto funzionamento del sistema dei pagamenti²⁰, questi rischi sono stati storicamente ridotti tramite la creazione di sistemi di garanzia dei depositi e la possibilità di accedere al bilancio della banca centrale.²¹

Il sistema di *shadow banking* realizza trasformazioni simili.²² È cruciale comprendere che si discute di un sistema, piuttosto che di singoli enti o mercati, poiché la trasformazione delle scadenze e del rischio di credito avvengono tramite un processo a catena. Nonostante siano state proposte diverse definizioni del concetto di *shadow money*, l'essenza del processo è catturata dal seguente grafico.²³

Banche Centrali di diversi paesi che sostengono che le banche non siano intermediari di fondi che possono essere dati in prestito si veda ZOLTAN JAKAB & MICHAEL KUMHOF, *Banks are not Intermediaries of Loanable Funds – Facts, Theory and Evidence* 3 (BoE Staff Working Paper No. 761, Jan 2019); si veda anche CLAUDIO BORIO, *On Money, Debt, Trust and Central Banking*, disponibile al sito <https://www.bis.org/speeches/sp181115.pdf>. Per un'analisi empirica delle diverse teorie dell'attività bancaria si veda R. WERNER, *A lost century in economics: three theories of banking and the conclusive evidence*, in *International review of financial analysis*, 2016, 361 ss., e R. WERNER, *Can banks create money out of nothing? – The theories and the empirical evidence*, in *International review of financial analysis*, 2014, 1 ss.

¹⁹ ZOLTAN POZSAR ET AL., *Shadow Banking* 1 (Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 458, July 2010).

²⁰ Entrambe queste attività sono cruciali per il buon funzionamento di un'economia capitalistica.

²¹ ZOLTAN POZSAR ET AL., nt. 19, 1.

²² Gordon and Gandia affermano che: «MMFs, like other financial intermediaries that extend credit (including but not limited to banks), engage in a three-way credit transformation: risk transformation, maturity transformation, and liquidity transformation», JEFFREY N. GORDON-CHRISTOPHER M. GANDIA, *Money Market Funds Run Risk: Will Floating Net Asset Value Fix the Problem?*, Col. Bus. L Rev. 313, 360 (2014).

²³ Lo schema è tratto da JO MICHELL, *Do Shadow Banks Create Money? 'Financialisation' and the Monetary Circuit*, 68 *Metroeconomica* 354, at 368 (2017). È bene sottolineare che il sistema è reso più complesso dal fatto che i diversi soggetti appartengono spesso a giurisdizioni differenti e che quindi i rapporti raffigurati dalla freccia sono spesso transnazionali. Una raffigurazione completa del Sistema di *shadow banking* (a causa della sua complessità non sarebbe funzionale per lo scopo di questo saggio) è presente in ZOLTAN POZSAR ET AL., nt. 19, 3. Il Sistema non è tuttavia omogeneo a livello globale e le funzioni svolte dallo stesso dipendono anche dall'ambiente istituzionale dei singoli Stati. Naturalmente, la natura globale del mercato finanziario, la libertà di movimento dei capitali ed i flussi finanziari lordi transnazionali complicano ulteriormente il Sistema.

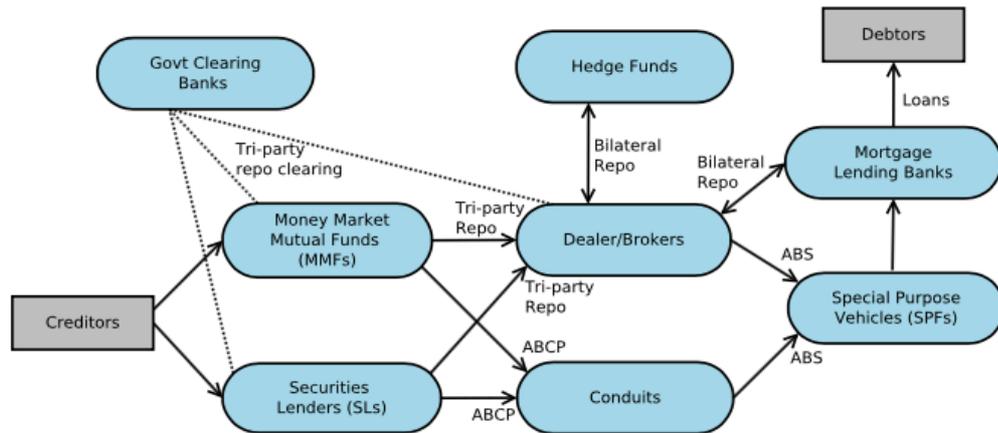


Figure 2. Shadow banking system.

I *broker-dealers*, i fondi speculativi ed i *conduits*²⁴ comprano strumenti finanziari a lungo termine (*asset backed securities*, ma anche obbligazioni). Al fine di finanziare tali acquisti, questi enti contraggono debiti significativi, che aumentano i profitti, ma che comportano uno sfasamento delle scadenze fra le attività e le passività. Questi enti si finanziano anche tramite l'emissione di obbligazioni a breve termine garantite da altri strumenti finanziari.²⁵ I *broker-dealers* partecipano al sistema di *shadow banking* poiché finanziano le proprie attività sul mercato dei capitali tramite *repos*.²⁶ Le operazioni sul mercato dei capitali vengono quindi finanziate sul mercato monetario²⁷ attraverso l'emissione di strumenti finanziari a breve termine, caratterizzati da un basso profilo di rischio. Gli FCM entrano nel quadro a

²⁴ I *conduits* o *structured investment vehicles* (SIV) erano enti che compravano dalle banche e dagli *special purpose vehicles* i mutui ipotecari o le ABS, aiutando le banche a rimuovere le esposizioni creditorie dai propri bilanci.

²⁵ ZOLTAN POZSAR, *The Rise and Fall of the Shadow Banking System* 17, 2008, disponibile sul sito <https://www.economy.com/sbs>.

²⁶ *Ibidem*, 217. "I *repos* sono prestiti garantiti, dove il soggetto che eroga il prestito (in questo caso, il FCM) compra uno strumento finanziario dall'ente che prende a prestito, il quale si obbliga a ricomprarlo ad una certa data e ad un prezzo prestabilito. Il tasso d'interesse si riflette nella differenza di prezzo fra il prezzo di acquisto ed il più elevato prezzo di riacquisto. Gli strumenti finanziari servono come garanzia per il soggetto che eroga il prestito (traduzione mia)", HEIKE MAI, nt. 6, 4.

²⁷ PERRY MEHLING ET AL., *Bagshot Was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking and the Future of Global Finance* 2 (2013), disponibile sul sito https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2232016.

questo stadio dell'intermediazione.²⁸ Gli FCM gestiscono un ingente ammontare di denaro liquido per conto di *cash managers* che desiderano mantenere una posizione di investimento conservativa e non vogliono essere esposti al rischio di credito derivante da ingenti depositi presso un istituto bancario²⁹ e cercano di ottenere i rendimenti superiori garantiti dagli FCM.³⁰ I soggetti che investono nei titoli emessi dagli FCM sono, generalmente, grandi società di capitali, enti pubblici ed intermediari finanziari.³¹ Gli FCM svolgono pertanto una funzione quasi bancaria (di *cash management*³²) per investitori³³ prudenti ed interessati ad un leggero

²⁸ È ampiamente riconosciuto in letteratura che gli FCM sono stati creati e hanno avuto successo alla fine degli anni '70 perché garantivano un'alternativa ai depositi bancari senza essere soggetti al Regulation Q, che imponeva un tetto ai tassi di interesse che le banche potevano offrire ai depositanti. Perciò, gli FCM potevano offrire un prodotto (le proprie azioni) considerato sicuro come i depositi bancari, ma che garantiva un tasso di interesse più elevato. Quando la SEC domandò se le azioni degli FCM fossero depositi (e pertanto se l'attività degli FCM costituisse attività bancaria non autorizzata), il Dipartimento di Giustizia rispose negativamente fornendo un'interpretazione estremamente formalistica della legge vigente, MORGAN RICKS, nt. 18, 812.

²⁹ Un deposito di tale ammontare eccederebbe la garanzia sui depositi.

³⁰ "I fondi comuni monetari sono stati architettati in modo da mimare i depositi bancari mantenendo il valore stabile di 1 \$ per azione offrendo rendimenti per gli investitori in linea con i tassi del mercato monetario. Pertanto, gli FCM hanno ottenuto una reputazione come alternative profittevoli ai depositi bancari e hanno velocemente attratto investitori - specialmente clienti *retail* e banche", HEIKE MAI, nt. 6, 2. La creazione degli FCM in Francia, come negli Stati Uniti, è connessa con i limiti sui tassi di interesse che le banche potevano garantire ai depositanti. Ciò nonostante, la sopravvivenza degli FCM dopo l'abolizione dei tetti sui tassi di interesse negli anni '80 dimostra che anche altre ragioni economiche, oltre all'arbitraggio regolamentare, stanno alla base del successo degli FCM, *Ibidem*, 2.

³¹ Il tipo di investitori degli FCM nell'Unione Europea e negli Stati Uniti è parzialmente differente, see HEIKE MAI, nt. 6; FSB, GLOBAL SHADOW BANKING MONITORING REPORT 2017 79-84 (2018).

³² Anche il considerando n. 2 del regolamento afferma che, per quanto riguarda il lato della domanda delle azioni o quote, gli FCM sono strumenti di gestione del contante: «Sul versante della domanda gli FCM costituiscono strumenti di gestione del contante a breve termine caratterizzati da elevata liquidità, diversificazione e stabilità del valore del capitale investito combinata a un rendimento basato sul mercato. Gli FCM sono utilizzati principalmente dalle società desiderose di investire le eccedenze di disponibilità liquide per un periodo breve: rappresentano quindi un raccordo fondamentale fra domanda e offerta di contante a breve termine».

³³ Le funzioni degli FCM per differenti investitori sono ben riassunte da Fisch: "Because MMFs provide same-day liquidity, investors use MMFs primarily for cash management. Retail investors use MMFs as an alternative to traditional bank deposit and checking accounts and as a sweep investment to facilitate trades in brokerage accounts. Institutional investors use MMFs as a holding vehicle for cash and manage operating expenditures such as payroll. MMFs have traditionally offered investors higher returns and greater diversification than traditional bank accounts, as well as features like check

tasso di profitto (istituzioni finanziarie, società di capitali ed anche enti pubblici)³⁴. L'ingente massa di denaro gestito dagli FCM li rende investitori essenziali per i mercati dei *repos*, *ABCP*, e delle obbligazioni statali.

In altri termini, possiamo affermare che il sistema di *shadow banking* consente l'espansione delle attività sul mercato dei capitali tramite il finanziamento sul mercato monetario. Questa breve ricostruzione dimostra che, mentre l'arbitraggio regolamentare, a partire dagli anni '80, è stato uno dei fattori determinanti per la creazione e diffusione di strumenti finanziari sicuri che tuttavia garantissero tassi di ritorno superiori ai depositi bancari³⁵, anche elementi relativi alla domanda di tali prodotti sono stati cruciali per l'espansione del sistema³⁶: la domanda delle grandi società di capitali, individui c.d. *high net worth* e delle istituzioni finanziarie³⁷ è stata un elemento determinante per il successo e l'espansione del sistema di *shadow banking*. In aggiunta, l'esplosione del debito dei consumatori (soprattutto nel contesto americano) come antidoto ai salari stagnanti, tipico del periodo neoliberale³⁸, ha garantito un'opportunità per l'espansione delle attività che vengono svolte sui mercati dei capitali e che sono finanziate sul mercato monetario.

3. "Demonetizzare" le quote degli FCM. - A seguito della fuga dagli FCM e delle evidenti debolezze messe in luce dalla crisi, i regolatori dei mercati finanziari, a livello globale, hanno promosso un progetto di riforma,

writing and debit-card access", JILL E. FISCH, *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform*, 93 N.C.L. REV. 935, 943 (2015).

³⁴ Gli enti che vengono finanziati dagli FCM europei e statunitensi sono parzialmente differenti, si veda HEIKE MAL, nt. 6.

³⁵ JONATHAN R. MACEY, *Reducing Systemic Risk: The Role of Money Market Mutual Funds as Substitutes for Federally Insured Bank Deposits* 11-18 (Yale Law and Econ. Research Paper No. 422, 2011), disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1735008>.

³⁶ L'importanza della domanda di *safe assets* da parte di manager di *cash pool* come fattore di sviluppo del sistema di *shadow banking* è stata analizzata da ZOLTAN POZSAR, *Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System* (IMF Working Paper, No. 190, August 2011); STIJN CLAESSENS ET AL., *Shadow Banking: Economics and Policy* (IMF Staff Discussion Note, No. 12, December 2012).

³⁷ Si veda FSB, nt. 31, 11-33 per una mappa dell'intermediazione finanziaria non bancaria.

³⁸ Il periodo neoliberale è spesso descritto erroneamente come un periodo di supporto a mercati deregolamentati e caratterizzato dalla riduzione dell'intervento dello stato nell'economia: PHILIP MIROWSKY, *Never Let a Serious Crisis Go To Waste* (2013). L'analisi dello sviluppo della finanziarizzazione e del neoliberalismo come progetto politico è fornita da DAVID HARVEY, *A Brief History of Neoliberalism* (2005). Per una storia intellettuale, si veda QUINN SLOBODIAN, *Globalists: The End of Empire and The Birth of Neoliberalism* (2018).

intenzionato a rendere gli FCM meno fragili.³⁹ Due potenziali strategie regolamentari sono state proposte: da un lato, riconoscere che gli FCM svolgono servizi che sono funzionalmente assimilabili ai depositi bancari, e quindi allineare, almeno in parte, la loro regolamentazione a quella bancaria.⁴⁰ Dall'altro lato, è stato suggerito di implementare riforme che rendano le quote dei fondi maggiormente distinguibili rispetto ai depositi bancari al fine di privarle del loro carattere di *moneyness*.⁴¹

Il concetto di *moneyness* esprime un'idea che non è completamente ricompresa nella definizione usuale della moneta come unità di conto, riserva di valore e mezzo di scambio. Infatti, un altro attributo essenziale della moneta è che, generalmente, viene scambiata al proprio valore nominale.⁴² La garanzia che determinati beni vengano scambiati al proprio valore nominale non è incondizionata e non è garantita allo stesso modo per tutti i tipi di moneta. La moneta, infatti, si estende lungo uno spettro e presenta diverse gradazioni⁴³: la solidità della promessa di poter essere scambiata al proprio valore nominale dipende dalla vicinanza rispetto all'apice della "gerarchia della moneta"⁴⁴. L'attività degli FCM è inerentemente instabile nella misura in cui è posizionata al termine di una

³⁹ Le riforme regolamentari degli FCM in diversi paesi sono brevemente descritte dal FSB, nt. 31, 21-23.

⁴⁰ In particolare, questa era la proposta del Gruppo dei 30, GROUP OF THIRTY, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability* 29 (2009), disponibile all'indirizzo https://group30.org/images/uploads/publications/G30_FinancialReformFrameworkFinancialStability.pdf

⁴¹ Il processo di riforma degli FCM e le tensioni politiche che ha generato specialmente negli Stati Uniti sono descritti da MATTHIAS THIEMANN, nt. 8, 205-24.

⁴² ZOLTAN POZSAR, nt. 16, 7.

⁴³ *Ibidem*, 10. Una discussione relativa a *money-claims* e *moneyness* si trova altresì in MORGAN RICKS, *The Money Problem: Rethinking Financial Regulation* 29-42 (2015). Una definizione più circoscritta di *shadow money*, che include i repo ma che esclude le ABCP e le azioni degli FCM è elaborata da DANIELA GABOR E JAKOB VESTERGAARD, *Towards a Theory of Shadow Money* (INET paper, aprile 2016), disponibile all'indirizzo <https://www.ineteconomics.org/research/research-papers/towards-a-theory-of-shadow-money>. Ai fini di questo saggio non è necessario addentrarsi nella disputa dei confini precisi del concetto di moneta. Infatti, la caratteristica cruciale degli FCM a cui si sono rivolti i legislatori era la percezione degli investitori che le azioni degli FCM fossero attività a breve termine estremamente sicure e funzionalmente equivalenti ai depositi bancari; cioè, la loro *moneyness*.

⁴⁴ In cima alla gerarchia si trovano le riserve della Banca Centrale. Un'analisi completa della natura gerarchica della moneta è svolta da PERRY MEHLING, *The Inherent Hierarchy of Money*, in *Social Fairness and Economics: Economic Essays in the Spirit of Duncan Foley* 394 (Lance Taylor, Armon Rezai & Thomas Michl eds., 2013). La natura gerarchica della moneta ha importanti ripercussioni sulla sovranità monetaria, che è anch'essa gerarchica, KATHARINA PISTOR, *From Territorial to Monetary Sovereignty*, 18 *THEORETICAL INQUIRIES* L 491, 492 (2017).

catena che svolge la trasformazione del rischio di credito, della liquidità e delle scadenze senza essere supportata dalla garanzia della Banca Centrale. La natura monetaria delle quote degli FCM, insieme all'assenza di una regolamentazione prudenziale assimilabile a quella bancaria, aumenta la fragilità degli FCM nei periodi di stress sui mercati.

Il carattere monetario delle quote degli FCM dipende in massima parte dalla loro capacità di mantenere un *net asset value* (in seguito, NAV) stabile⁴⁵, generalmente garantito privatamente dal sostegno esterno dello *sponsor*, che consente agli investitori di chiedere il rimborso delle quote al loro valore nominale in qualsiasi momento.

4. *Le modalità di calcolo del NAV e l'incentivo alla corsa* - Come è stato ricostruito nei paragrafi precedenti, l'improvvisa incertezza riguardo al valore delle attività in cui gli FCM avevano investito nel corso della crisi ha spinto molti azionisti o quotisti degli FCM ad una moderna fuga, resa particolarmente agevole dal fatto che gli FCM rimborsino le quote o azioni quotidianamente. Per di più, la corsa ha ovviamente spinto gli FCM a vendere le proprie attività sul mercato, deprimendone ancora di più il prezzo, con l'effetto di creare un circolo vizioso che si è autoalimentato.

Il rimborso delle azioni ad un prezzo costante, in assenza di una garanzia pubblica e della possibilità di accedere al bilancio della banca centrale, è stato considerato un elemento di debolezza che ha esacerbato gli incentivi alla corsa al primo segnale di turbolenza rispetto al valore delle attività degli FCM, a causa del c.d. *first mover advantage*. Gli elementi che rendono gli FCM con un NAV costante un investimento sicuro sono le stringenti regole di portafoglio ed il sostegno dello *sponsor*, nonostante non debbano mantenere requisiti minimi di capitale né il valore delle quote sia garantito da fondi di tutela.⁴⁶ Qualora gli azionisti comincino a dubitare della possibilità di mantenere il valore del NAV, soprattutto gli investitori

⁴⁵ Come spiegato da Morley "One of mutual funds' key features is that they allow their shareholders to "redeem" their shares. In other words, shareholders can turn over their shares to the funds and receive cash in exchange. The cash amount is equal to the portion of a fund's net assets (i.e., its assets minus its liabilities) that corresponds to each share. This amount is known as a fund's "net asset value," or "NAV." Mutual funds typically allow their shareholders to redeem every day." JOHN MORLEY, *The Regulation of Mutual Fund Debt*, 30 YALE J REG. 343, 346-7 (2013). La strategia contabile fondamentale per poter mantenere un NAV stabile consisteva nella possibilità di valutare le attività dell'FCM secondo il metodo del costo ammortizzato, JONATHAN R. MACEY, nt. 35, 7.

⁴⁶ PATRICK MCCABE ET AL., *The Minimum Balance at Risk: A Proposal to Mitigate the Systemic Risks Posed by Money Market Funds*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2013, 215.

istituzionali, hanno un forte incentivo a chiedere il prima possibile il rimborso delle proprie azioni o quote, che ha la potenzialità di far sì che ai primi (seri) segnali di difficoltà si generi una vera e propria fuga dal FCM. Anche a causa della possibilità di arrotondare il prezzo delle quote⁴⁷, chi chiede per primo il rimborso delle proprie quote o azioni è avvantaggiato perché ottiene un prezzo più elevato rispetto al reale valore delle stesse, soprattutto se il prezzo delle attività dell'FCM rischia di abbassarsi ulteriormente.⁴⁸

Inoltre, la possibilità mantenere un NAV costante rafforza l'idea che le quote o azioni siano sostituiti dei depositi bancari, creando potenzialmente un senso di "falsa" sicurezza negli investitori.⁴⁹

Per queste ragioni, è stato proposto di impedire agli FCM di mantenere un NAV costante, e di consentire solamente la costituzione di FCM a NAV variabile. Bisogna sottolineare che gli studi empirici effettuati hanno sollevato diversi dubbi riguardo al fatto che la possibilità di mantenere un NAV costante abbia giocato un ruolo determinante nell'accelerare i processi di disinvestimento dagli FCM, aggravando la crisi egli stessi. Gordon e Gandia⁵⁰ studiano empiricamente le fughe degli investitori dai fondi europei⁵¹ nella "settimana di Lehman" e scoprono che la variabilità o stabilità del NAV non costituisce un elemento determinante per la velocità ed i tassi di vendita, che possono invece essere spiegati in base alla natura dello sponsor⁵² ed ai rendimenti offerti nel periodo

⁴⁷ P. MCCABE ET AL., nt. 46, 215.

⁴⁸ Sussistono due elementi, tipici della struttura degli FCM, che contribuiscono ad aggravare la pressione deflazionistica sul valore delle attività degli FCM quando una parte degli investitori chiede il rimborso delle quote. In primo luogo, le attività che vengono cedute per prime, per procurare le somme necessarie per i rimborsi, sono le attività più liquide. Rimangono pertanto nel patrimonio dell'FCM le attività meno liquide che sono più complicate da cedere velocemente senza dover concedere rilevanti decurtamenti sul prezzo. In secondo luogo, gli FCM tendono ad avere un portafoglio simile, a causa delle stringenti regole di portafoglio e del fatto che, quindi, non sono numerosissime le società private i cui titoli possono essere comprati in base a tali regole: la cessione rapida delle attività da parte di un FCM mette sotto pressione le attività degli altri FCM, aumentando il rischio di contagio fra FCM. Su queste questioni vedi anche P. MCCABE, nt. 46, 216.

⁴⁹ LATOYA BROWN, *The Regulation of U.S. Money Market Funds: Lessons from Europe*, in *International Law and Management Review*, 2013, 222.

⁵⁰ J. GORDON-C. GANDIA, nt. 22, 313 ss.

⁵¹ Mentre negli Stati Uniti, prima della riforma *post* crisi esistevano solamente FCM a NAV costante, in Europa erano presenti sia FCM a NAV costante che variabile.

⁵² I fondi sponsorizzati da una banca d'investimento hanno subito meno richieste di rimborso. Nonostante non sussista per gli sponsor nessuna obbligazione giuridicamente vincolante di sostenere i propri fondi, gli stessi hanno in passato offerto supporto in molteplici occasioni (si veda sul punto il par. 6), tanto che l'erogazione dello stesso veniva

precedente.⁵³ Proprio per l'incertezza riguardo all'utilità del divieto di mantenere un NAV costante rispetto alla produzione di rischi per il sistema, l'idea di demonetizzare completamente le quote degli FCM è stata ampiamente criticata.

Inoltre, come è stato evidenziato in precedenza, gli FCM rispondono ad una specifica domanda da parte di investitori che ricercano un prodotto che sia dotato di un elevato livello di *moneyness*, non li esponga al rischio di credito nei confronti di una singola banca e che offra rendimenti più elevati rispetto ai semplici conti di deposito. L'eliminazione degli FCM a NAV stabile non risolverebbe alla radice le cause di questa domanda, che devono piuttosto essere ricercate nella crescita delle riserve di valuta estera, nel mancato reinvestimento della liquidità da parte delle maggiori società, nella crescita delle dimensioni del settore della gestione del risparmio: tutti questi squilibri macroeconomici riflettono la distribuzione di reddito e ricchezza sia fra paesi, sia fra capitale e lavoro.⁵⁴ Guardando al lato della domanda, pertanto, l'eliminazione degli FCM a NAV costante rischia di generare effetti macroeconomici indesiderati, fra cui l'investimento in strumenti finanziari più opachi e la contrazione di finanziamenti a breve termine per gli enti che emettono strumenti finanziari acquistati dagli FCM.⁵⁵

Nonostante l'adozione di requisiti in materia di composizione del portafoglio e di liquidità più stringenti, nonché dell'obbligo di svolgere stress-test, le riforme sia negli Stati Uniti⁵⁶, sia in Europa⁵⁷, hanno scartato l'ipotesi di assimilare la regolamentazione degli FCM a quella degli enti

data per scontata. Il fatto che lo sponsor sia una banca, che garantisce maggiore solidità patrimoniale nonché la possibilità di accedere al bilancio della banca centrale, è stato considerato dagli investitori come una garanzia di maggior solidità del FCM.

⁵³ I rendimenti più elevati sono associate a portafogli più rischiosi e, di conseguenza, tali fondi hanno ricevuto maggiori richieste di rimborso.

⁵⁴ Z. POZSAR, nt. 17, 60-61.

⁵⁵ LATOYA BROWN, nt. 49, 223.

⁵⁶ Il processo di riforma è terminato negli Stati Uniti il 23 luglio 2014, quando la SEC ha approvato il regolamento finale con una maggioranza di tre membri a favore e due contrari.

⁵⁷ L'art. 47 del regolamento dispone che lo stesso si applichi a partire dal 21 luglio 2018 per gli FCM di nuova istituzione. L'art. 44 impone agli FCM già esistenti di sottoporre all'autorità competente una istanza per dimostrare l'adempimento rispetto al regolamento entro il 21 gennaio 2019.

creditizi.⁵⁸ Si è invece optato per “demonetizzare⁵⁹” parzialmente le quote degli FCM, riducendo il numero dei casi in cui gli FCM possono mantenere un NAV costante - e pertanto garantire la possibilità di riscattare le quote a tale valore - ed aumentando le regole relative all’utilizzo di tale tecnologia.

Per di più, l’esperienza degli Stati Uniti è stata determinante per la redazione della legislazione europea. Infatti, la riforma⁶⁰ entrata in vigore nel 2016 ha permesso il mantenimento di un NAV costante solamente per gli FCM che investono in strumenti finanziari emessi da enti pubblici e per quelli commercializzati ad investitori *retail*. Ai c.d. *prime funds*, destinati agli investitori istituzionali e che investono in strumenti del mercato monetario emessi da enti privati, è stato imposto di emettere e rimborsare le azioni ad un prezzo variabile, dipendente dal valore delle attività del fondo come calcolato tramite la valutazione effettuata secondo il metodo del valore dei prezzi di mercato. L’entrata in vigore delle disposizioni ha comportato un trasferimento in massa degli investitori dai fondi *prime* a quelli che possono mantenere un NAV stabile.⁶¹ Anche al fine di evitare il ripetersi di questo fenomeno, il regolamento europeo ha previsto tre tipi differenti di FCM: gli FCM che investono in debito pubblico, quelli a bassa volatilità e gli FCM standard.

Poiché la discussione circa la demonetizzazione (parziale) delle quote o azioni degli FCM è stata al centro del dibattito precedente l’adozione del regolamento europeo, il saggio si concentra sulla nuova regolamentazione delle due tecnologie da cui dipende il carattere di moneta delle azioni degli FCM: il NAV ed il sostegno esterno. Lo svolgimento di tale analisi richiede però di identificare preliminarmente il perimetro di applicazione della disciplina degli FCM, identificando i tratti salienti della fattispecie.

⁵⁸ Ovviamente questo tipo di riforma avrebbe comportato costi significativi per il settore. Gli unici passi in questa direzione sono stati l’adozione di precisi requisiti di liquidità, regole più dettagliate riguardo alla composizione delle attività degli FCM e l’obbligo di svolgere stress-test.

⁵⁹ Con il termine “demonetizzare” intendo gli sforzi compiuti dai regolatori per privare le azioni o quote degli FCM della loro *moneyiness*, e cioè della possibilità di essere riscattate al proprio valore nominale. Come è stato argomentato, la *moneyiness* delle azioni dipende in gran parte dalla tecnologia di valutazione e dalla possibilità di ricevere sostegno esterno.

⁶⁰ Per una valutazione dei dettagli della riforma si veda JILL E. FISCH, *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in -Money Market Fund Reform*, 5 J FIN. PERSP. 9-10 (no. 1, 2018).

⁶¹ MATTHIAS THIEMANN, nt. 8, 219.

5. *La definizione di FCM.* - Anteriormente all'adozione del regolamento FCM, non esisteva uno specifico *corpus* normativo di matrice europea specificamente rivolto agli FCM. Gli unici elementi di disciplina potevano essere infatti rinvenuti nelle linee guida del Comitato per il rischio sistemico del 19 maggio 2010, che dettavano una serie di indicazioni al fine di parificare le diverse definizioni di FCM esistenti negli ordinamenti nazionali ed un limitato numero di disposizioni relative alla disciplina degli stessi. Tali linee guida sono state recepite in Italia con il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012⁶², e non sono state significativamente modificate dalla versione del regolamento del 19 gennaio 2015.⁶³ Alla definizione di FCM minimale delle linee guida, il nuovo regolamento europeo ha sostituito una definizione più chiara, che costituisce il presupposto per l'applicazione della disciplina.

Il regolamento sugli FCM non approccia la loro regolamentazione in maniera olistica, generando un nuovo *corpus* regolamentare completo e autonomo, ma si installa sull'architettura già delineata della direttiva UCITS IV (ora aggiornata dalla direttiva UCITS V) e dalla direttiva GEFIA. Il regolamento, dunque, influisce su determinati aspetti della disciplina dei fondi che aspirano ad essere commercializzati con la denominazione di FCM o comunque ad offrire un prodotto che sia funzionalmente simile a quello degli FCM. Gli elementi di disciplina degli FCM sono stabiliti non soltanto (e, forse, neanche prevalentemente) al fine di garantire la tutela degli investitori, ma bensì con il precipuo scopo di ridurre la fragilità del mercato finanziario derivante alla posizione e dalle modalità operative degli FCM nel contesto del sistema di *shadow banking*. Al fine di perseguire questo obiettivo, l'applicazione della disciplina prevista dal regolamento esclusivamente ai fondi che vengono commercializzati come FCM si sarebbe prestata a facili elusioni.⁶⁴ È dunque opportuno analizzare

⁶² Titolo V, Capitolo III, Sezione IV.

⁶³ M. CAPPABIANCA-C. GOLA, *I fondi di mercato monetario*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, il Mulino, 2016, 425.

⁶⁴ La necessità di evitare pratiche elusive è sottolineata anche dal considerando 18 del regolamento: «Affinché le nuove norme comuni sugli FCM si applichino a tutti gli organismi d'investimento collettivo che ne presentano le caratteristiche, è opportuno vietare l'uso della denominazione «FCM», o di qualsiasi altro termine che evochi l'assimilazione dell'organismo d'investimento collettivo a un FCM, a meno che l'organismo sia autorizzato come FCM a norma del presente regolamento. Per evitare qualsiasi elusione delle norme di cui al presente regolamento, le autorità competenti dovrebbero monitorare le pratiche di mercato degli organismi d'investimento collettivo stabiliti o commercializzati

criticamente le modalità di definizione del concetto di FCM, al fine di delineare quali, fra i vari OICR legittimamente organizzati come OICVM o FIA, debbano rispettare anche le disposizioni del regolamento.

In primo luogo, il regolamento disciplina espressamente la possibilità di utilizzare o meno la denominazione di FCM per gli OICR. È infatti previsto che la qualifica di FCM possa essere utilizzata esclusivamente qualora l'OICR sia autorizzato come FCM.⁶⁵ Tale disposizione è rafforzata dall'ulteriore divieto dell'utilizzo di una denominazione «fuorviante o inesatta che evochi un fondo comune monetario»⁶⁶: il divieto non concerne dunque esclusivamente la denominazione di FCM, ma anche ulteriori denominazioni o indicazioni che suggeriscano che l'OICR sia organizzato e gestito come un FCM o persegua le medesime finalità. Infine, il par. 2 dell'art. 6 del regolamento specifica quali siano i documenti in cui è interdetto per gli OICR utilizzare la denominazione di FCM o altra potenzialmente fuorviante: tale uso è interdetto in qualsiasi documento esterno, prospetto, relazione, dichiarazione, messaggio promozionale, comunicazione, lettera o altro materiale divulgato, o destinato ad essere divulgato a potenziali investitori, a detentori di quote ed alle autorità e qualunque sia la forma della esternazione (scritta, orale od elettronica). Sebbene il divieto di considerare illecito l'utilizzo di denominazione potenzialmente dubbie, non è tuttavia stabilito direttamente quale sia la conseguenza dell'utilizzo non autorizzato della denominazione.

La questione dell'individuazione del perimetro di applicazione della disciplina degli FCM tuttavia è più ampia e complicata, e non si limita esclusivamente ad un fatto di *marketing* relativo all'utilizzo della denominazione. Infatti, l'obiettivo di ridurre i rischi sistemici richiede di andare oltre la questione definitoria e di approcciare la sostanza dell'attività condotta che, secondo gli obiettivi del legislatore, deve essere accompagnata da una specifica organizzazione.

L'art. 1 del regolamento enuncia tre requisiti cumulativi che devono sussistere perché un OICR sia sottoposto alla disciplina del regolamento: (i) che l'OICR sia o debba essere autorizzato come OICVM o FIA; (ii) che l'OICR investa in attività a breve termine; (iii) che l'OICR sia finalizzato a fornire rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario o a mantenere

nella rispettiva giurisdizione per accertare che non abusino della denominazione «FCM» o che non lascino intendere di essere un FCM senza conformarsi al nuovo quadro giuridico.»

⁶⁵ Art. 6, par. 1 reg. FCM

⁶⁶ Art. 6, par. 1 secondo periodo reg. FCM

il valore dell'investimento, o ad entrambi gli obiettivi. Come è evidente dalla definizione, i tre requisiti devono sussistere congiuntamente.

L'applicazione della disciplina non è limitata ai fondi che sono espressamente gestiti e qualificati come FCM. Fermo restando che gli FCM devono presentare le caratteristiche degli OICR (OICVM o FIA che sia), il regolamento si applica agli OICR che investono in strumenti a breve termine con particolari finalità. La natura ed il fine dell'*attività* sono dunque gli elementi caratterizzanti che richiedono di adottare specifici vincoli organizzativi. Questa constatazione è dimostrata anche da altri punti del regolamento. È infatti affermato, in maniera negativa, che l'OICR non presenta caratteristiche *sostanzialmente* simili a quelle indicate nell'art. 1 se non è autorizzato come FCM.⁶⁷ Il concetto è ribadito anche nei considerando, che sottolineano che norme uniformi debbano applicarsi ai fondi che abbiano caratteristiche analoghe a quelle degli FCM⁶⁸ e che gli OICR che abbiano le caratteristiche degli FCM siano identificati come tali.⁶⁹ Risulta quindi evidente che la fattispecie FCM è definita in relazione all'attività esercitata, caratterizzata dai requisiti del par. 1 dell'art. 1 del regolamento.

Il requisito di cui alla lett. a) - e cioè che l'OICR sia o debba essere autorizzato come OICVM o FIA - non pone particolari problemi.

Il requisito di cui alla lett. b), sebbene apparentemente chiaro, necessita di una specificazione. È infatti costitutivo della fattispecie FCM il fatto che l'OICR investa in attività a breve termine, definite come le «attività finanziarie con vita residua non superiore a due anni».⁷⁰ Sebbene il resto del regolamento specifichi in maniera molto dettagliata quali siano le attività ammissibili - che peraltro variano a seconda dei diversi tipi di FCM - è necessario domandarsi quale sia il rapporto fra investimento in alcune attività che abbiano una vita residua superiore ai due anni e definizione della fattispecie. In altri termini, qualora un OICR rispetti i requisiti di cui alle lettere a) e c), ma investa in parte anche in strumenti non a breve termine, potrà comunque essere ricondotto nell'alveo degli FCM, con la conseguente applicazione della disciplina?

Come esplicitato in diversi considerando del regolamento e dalla precedente ricostruzione del ruolo degli FCM nella crisi, un eventuale

⁶⁷ Art. 6, par. 1, terzo periodo reg. FCM.

⁶⁸ Considerando n. 13 reg. FCM.

⁶⁹ Considerando n. 17 reg. FCM.

⁷⁰ Art. 2, par. 1, n. 1 reg. FCM.

elevato numero di richieste di rimborso delle quote degli FCM, con la necessità da parte degli FCM di liquidare precipitosamente le proprie attività, genera potenzialmente un congelamento del mercato dei prestiti a breve termine, creando numerosi problemi per gli enti che su quel mercato si finanziano. Di conseguenza, la peculiarità (e l'importanza per il rischio sistemico) degli FCM deriva non solo dalle finalità che perseguono, ma dalla loro necessaria interconnessione con le attività in cui investono.⁷¹ Ritengo pertanto che, al fine di evitare facili elusioni, possa essere qualificato come FCM anche un OICR che investe in attività che non siano a breve termine, sebbene in misura minoritaria. Per quanto non sia prevista una clausola di tipo *catch all*, oppure antielusiva, mi pare che non sia sufficiente, per essere esentati dall'applicazione della disciplina del regolamento, investire una parte minima del patrimonio in attività che non siano a breve termine, inidonee ad alterare il profilo funzionale dell'OICR, che rimane assimilato a quello di un FCM.

Infine, la lett. c) dell'art. 1, paragrafo primo, individua gli obiettivi che devono essere tipici dell'OICR affinché lo stesso sia qualificato come FCM. Esso deve, in via alternativa o congiunta, essere finalizzato ad offrire rendimenti in linea con i tassi del mercato monetario o a mantenere il valore dell'investimento.⁷² Tali requisiti devono essere interpretati in senso ampio. Come stabilisce il considerando n. 15, infatti, il fatto che il rendimento prospettato non sia perfettamente in linea con i principali tassi degli indici del mercato monetario, ma sia un po' superiore, non dovrebbe comportare la disapplicazione delle norme. L'obiettivo di mantenere invariato il valore dell'investimento non comporta invece una promessa (neppure implicita, come è tipico dell'obiettivo di "demonetizzare" le quote dei FCM), ma piuttosto un obiettivo, che rimane inalterato anche quando il valore delle quote diminuisca.⁷³

Da questa disamina della definizione di FCM possono pertanto trarsi le seguenti conclusioni: (i) nessun OICR può utilizzare, direttamente o indirettamente, la denominazione di FCM (o una denominazione che

⁷¹ Il punto è enunciato in maniera limpida dal considerando 14 del regolamento: «La peculiarità degli FCM discende dalla combinazione tra attività in cui investono e obiettivi che perseguono».

⁷² Si noti che tali finalità sono strettamente collegate alle finalità, individuate precedentemente nell'articolo, dei soggetti che domandano le quote dei FCM: i gestori di *cash pools*, che hanno un atteggiamento conservativo, che non vogliono essere esposti al rischio di credito derivante dal fatto di superare ampiamente i limiti della garanzia sui depositi e che desiderano ottenere un rendimento, seppur minimo.

⁷³ Sul punto, si veda il considerando n. 16 reg. FCM.

evochi il medesimo concetto) se non è autorizzato come FCM; (ii) la definizione di FCM è intesa a richiedere specifiche modalità organizzative ed ad imporre determinati vincoli a tutti gli OICR che esercitino, di fatto, un'attività assimilabile a quella di un FCM, a prescindere dalle modalità della loro commercializzazione.

In generale, il regolamento rimette agli Stati membri la competenza ad adottare le sanzioni e le altre misure volte a sanzionare le violazioni del regolamento.⁷⁴ Fra queste rientrano le sanzioni conseguenti alla gestione di un OICR come FCM senza che sia stata ottenuta la necessaria l'autorizzazione.⁷⁵ Nonostante il regolamento disponga che gli Stati membri comunichino le misure alla Commissione ed all'Esma entro il 21 luglio 2018⁷⁶, il legislatore italiano non ha ancora provveduto. L'art. 10 della legge n. 117/2019 ha delegato il governo⁷⁷ ad adeguare la normativa nazionale alle disposizioni del regolamento FCM. Per quanto riguarda le sanzioni, la legge delega specifica che il governo dovrà prevedere che le Autorità di vigilanza possano applicare le sanzioni amministrative previste nella parte quinta, titolo secondo del t.u.f.⁷⁸

5.1. *Le differenti tipologie di FCM.* - Chiarito che il legislatore europeo ha delimitato un'area di attività che può essere legittimamente esercitata solo qualora l'OICR sia autorizzato come FCM, ha tuttavia individuato, differenti tipologie di fondi, che si distinguono principalmente per il tipo di attività in cui possono investire e per le modalità in cui possono calcolare il proprio NAV. Il calcolo del NAV, che dipende dalle modalità con cui vengono valutate le attività dell'FCM, è fondamentale: infatti, le azioni o quote sono riscattabili quotidianamente ad un prezzo corrispondente al NAV per azione o quota.

Gli FCM vengono categorizzati secondo due modalità che si intrecciano: secondo le modalità di calcolo del NAV e secondo la durata (breve termine o standard) delle attività in cui investono.

Per quanto riguarda il NAV, il regolamento individua tre categorie di fondi.

⁷⁴ Art. 40 del reg. FCM.

⁷⁵ La procedura di autorizzazione per gli FCM che sono OICVM è disciplinata dall'art. 4 del regolamento, mentre quella per i FIA dall'art. 5.

⁷⁶ Art. 40, par. 2 reg. FCM.

⁷⁷ La delega ha una durata di dodici mesi, art. 10, comma primo l. 117/2019.

⁷⁸ Art. 10, comma terzo, lett. c) l. 117/2019.

L'FCM con valore patrimoniale netto costante che investe in debito pubblico (altrimenti detto fondo CNAV⁷⁹), che investe la quasi totalità dell'attivo in strumenti del mercato monetario emessi da enti pubblici e che cerca di mantenere invariato il valore del NAV⁸⁰, valutando le proprie attività secondo il metodo del costo ammortizzato.⁸¹ I fondi CNAV devono rispettare le regole in materia di portafoglio stabilite per i fondi a breve termine e non possono essere costituiti come fondi standard.⁸²

La seconda categoria è costituita dagli FCM con valore patrimoniale netto a bassa volatilità (detti anche LVNAV) che devono anch'essi rispettare le norme per i fondi a breve termine.⁸³ I fondi di tipo LVNAV investono anche in strumenti del mercato monetario emessi da enti privati, ma possono utilizzare per la valutazione delle attività il metodo del costo ammortizzato. Tale possibilità è soggetta a due condizioni: che le attività abbiano una vita residua⁸⁴ non superiore a 75 giorni⁸⁵ e che il prezzo dell'attività calcolato secondo il metodo del costo ammortizzato non si discosti di oltre dieci punti base rispetto al prezzo dell'attività calcolato secondo il metodo della valutazione in base ai prezzi di mercato o ad un modello.⁸⁶ È quindi possibile utilizzare il metodo di costo ammortizzato solamente per strumenti a brevissima scadenza e ove il loro valore non si discosti eccessivamente da quello di mercato.

La possibilità di utilizzare il metodo del costo ammortizzato permette a questi FCM di mantenere un NAV per azione o quota costante. Il NAV per azione o quota è calcolato dividendo per il numero delle azioni o delle quote la differenza fra la somma di tutte le attività e di tutte le passività

⁷⁹ Art. 2, n. 11) reg. FCM.

⁸⁰ La definizione degli FCM CNAV è l'unica che non è costituita esclusivamente dal richiamo alle norme per il calcolo del NAV, ma presenta altresì alcuni elementi teleologici, come l'obbligazione di cercare di mantenere invariato il NAV. Potrebbe dunque desumersi che la responsabilità del gestore del fondo CNAV sia più intensa e qualificata rispetto a quella dei gestori degli altri fondi: e cioè che la stessa non coinvolga esclusivamente la diligenza tipica del gestore del risparmio, ma la condotta del gestore che sia in contrasto con l'obiettivo di mantenere costante il valore del fondo (e quindi per esempio acquisti strumenti finanziari emessi da enti pubblici meno "affidabili") possa essere fonte di responsabilità.

⁸¹ Art. 29, par. 6 reg. FCM.

⁸² Art. 25, par. 3 reg. UE.

⁸³ Questi FCM non possono pertanto essere costituiti come fondi standard, art. 25, par. 3 reg. UE.

⁸⁴ Il concetto di vita residua è definito all'art. 2, n. 21 del regolamento come «il periodo di tempo rimanente fino alla scadenza legale di un titolo».

⁸⁵ Art. 29, par. 7 reg. FCM.

⁸⁶ Art. 29, par. 7, par. 2 reg. FCM.

dell'FCM.⁸⁷ Tuttavia, al fine di ridurre l'impressione dell'equivalenza fra quote di FCM e depositi bancari, sia i fondi CNAV⁸⁸ che LVNAV⁸⁹ devono calcolare e pubblicare quotidianamente sul proprio sito web il valore del NAV calcolato secondo il metodo del prezzo di mercato.

La possibilità di calcolare e mantenere un NAV costante è fondamentale non tanto (o non solo) per l'impressione che trasmette agli investitori, quanto piuttosto perché permette di emettere e rimborsare le quote ad un prezzo costante, garantendo in questo modo che le quote vengano utilizzate per finalità di *cash management*, senza gli inconvenienti, anche in materia contabile, che sono generati dalle fluttuazioni di prezzo delle quote. In via generale, l'art. 33 par. primo dispone che l'emissione ed il rimborso delle quote devono essere effettuati ad un prezzo pari al NAV calcolato secondo il metodo del prezzo di mercato. Due eccezioni sono però previste per i fondi CNAV e LVNAV. Le azioni o quote dei fondi CNAV possano essere emesse o rimborsate ad un prezzo costante, mentre quelle dei fondi LVNAV possono esserlo solamente se il NAV calcolato secondo il metodo del costo ammortizzato non differisce di oltre 20 punti base rispetto a quello calcolato secondo il metodo del prezzo di mercato.

Qualora il valore del NAV si discosti di oltre 20 punti base, l'FCM LVNAV emette o rimborsa le azioni o quote ad un prezzo pari al NAV calcolato secondo il metodo del prezzo di mercato. La disposizione non chiarisce esattamente se l'FCM LVNAV possa ritornare ad emettere o rimborsare le quote ad un NAV costante, ma non mi pare sussista alcun espresso divieto in tal senso. Qualora la differenza fra i NAV calcolati secondo le diverse modalità ricada dunque al di sotto dei 20 punti base, ritengo che l'FCM possa ricominciare ad utilizzare il NAV costante per l'emissione ed il rimborso delle quote. Di conseguenza, per i fondi LVNAV, lo scostamento fra il valore di mercato delle attività ed il loro prezzo calcolato in base al costo ammortizzato non comporterà solamente un prezzo di rimborso inferiore, ma altresì la modifica delle modalità di calcolo del NAV.

Nulla di simile è invece disposto per quanto riguarda i fondi CNAV. Sorge quindi il dubbio circa l'interazione fra le variazioni del valore delle quote come calcolato secondo i due diversi metodi e modalità di calcolo del prezzo di emissione e rimborso. Nonostante i fondi CNAV debbano

⁸⁷ Art. 30 reg. FCM.

⁸⁸ Art. 31, par. quarto reg. FCM.

⁸⁹ Art. 32, par. quarto reg. FCM.

pubblicare sul proprio sito il NAV calcolato in base ai prezzi di mercato, lo scostamento fra questo valore e quello determinato secondo il metodo del costo ammortizzato non comporta la modifica del metodo di calcolo.

È dunque chiaro che, almeno per un'ampia categoria di FCM, il legislatore europeo non abbia provveduto alla demonetizzazione delle loro quote.⁹⁰ Tuttavia, oltre a stringenti regole di portafoglio e vincoli alla liquidità delle attività in cui tali fondi investono, sono state altresì introdotte disposizioni ulteriori e differenti, rispetto a quelle previste per gli OICVM o i FIA, in relazione al dovere o possibilità di imporre commissioni di liquidità e restrizioni ai rimborsi.

Il regolamento prevede⁹¹, per i gestori degli FCM CNAV e LVNAV, il dovere di istituire, attuare e applicare procedure per la gestione della liquidità ed il rispetto delle soglie previste dal regolamento.⁹² Ne consegue che l'inadeguatezza di tali procedure, nonché il loro mancato rispetto nelle operazioni del fondo, saranno fonte di responsabilità per il gestore.

Qualora la percentuale di attività a scadenza settimanale⁹³ diminuisca oltre uno specifico livello⁹⁴ o i rimborsi in un singolo giorno lavorativo superino una determinata soglia, il regolamento prevede che il c.d.a. del gestore effettui una valutazione della situazione e *possa* prevedere

⁹⁰ D'altra parte, anche la riforma attuata negli Stati Uniti non ha eliminato in radice la possibilità di mantenere un NAV costante, limitando invece tale possibilità a seconda delle attività in cui investe l'OICR e del tipo di azionisti del fondo stesso (institutional o retail).

⁹¹ Art. 34, par. primo reg. FCM.

⁹² Tali procedure devono inoltre essere descritte nel regolamento e dei documenti costitutivi del fondo, oltre che nel prospetto.

⁹³ L'art. 24 reg. FCM dispone che gli FCM a breve termine - e tutti gli FCM CNAV o LVNAV sono a breve termine - debbano mantenere una determinata soglia di attività a brevissima scadenza, al fine di evitare che per fare fronte alle richieste di rimborso l'FCM sia obbligato a liquidare le proprie attività a prezzi ribassati. Il considerando 38 del regolamento chiarisce questa logica e recita: «Per rafforzare la capacità dell'FCM di far fronte ai rimborsi e impedire che le sue attività siano liquidate a prezzi fortemente ribassati, è opportuno prevedere che l'FCM detenga in ogni momento un volume minimo di attività liquide a scadenza giornaliera o settimanale».

⁹⁴ Il 30% delle attività a scadenza settimanale come individuate dall'art. 24, par. 1, lett. e).

commissioni di liquidità⁹⁵, restrizioni al rimborso⁹⁶, una sospensione dei rimborsi, oppure nessuna di queste azioni, a parte perseguire l'obiettivo di ristabilire i requisiti di liquidità dell'OICR. Il regolamento prevede che tali misure siano adottate «tenendo presenti gli interessi degli investitori»; la necessità della specificazione deriva evidentemente dal fatto che tali misure servono non solamente (*rectius* primariamente) per tutelare gli investitori, ma bensì per garantire l'integrità del mercato. È già stato infatti chiarito come la richiesta di rimborso da parte di un fondo rischia di generare una spirale che coinvolge non solo l'FCM stesso, ma anche gli altri FCM che hanno un portafoglio di attività simili. Ne consegue che l'obiettivo primario per l'adozione di tali misure, piuttosto che la tutela degli investitori, sia la tutela dell'integrità del mercato⁹⁷ e della stabilità dello stesso in generale.⁹⁸ Per tali ragioni, e considerato appunto che le regole di condotta dei gestori prevedono specificamente che gli stessi agiscano anche al fine di mantenere l'integrità del mercato, l'articolo specifica che nell'adozione di tali politiche i gestori debbano tenere in considerazione anche gli interessi degli investitori. Il richiamo, tuttavia, sembra discutibile. In primo luogo, i gestori sono riluttanti ad adottare tali misure per ragioni reputazionali. In secondo luogo, la specifica previsione di dover considerare anche gli interessi degli investitori nell'adozione di una scelta estremamente delicata, da adottarsi al fine precipuo di evitare problemi alla stabilità finanziaria, rischia di rendere il gestore *de facto* non responsabile. Meglio sarebbe, dunque, prevedere che in contesti del genere il gestore debba agire per evitare ogni

⁹⁵ Le commissioni di liquidità devono riflettere adeguatamente il costo che l'FCM deve sostenere per procurarsi la liquidità per effettuare i rimborsi e devono garantire che gli investitori che non disinvestono non siano ingiustamente penalizzati. Detto in altri termini, le commissioni devono garantire che le quote degli investitori che fuggono per primi non vengano rimborsate ad un valore che non tenga in considerazione gli effetti della fuga stessa. Tali commissioni, se adeguatamente calcolate, dovrebbero dunque mirare ad eliminare il *first mover advantage* che rischia di esacerbare la fuga.

⁹⁶ Le restrizioni possono limitare ad un massimo del 10% delle quote dell'FCM le quote rimborsabili quotidianamente. La lettera non specifica tuttavia le modalità per determinare quali azioni rimborsare, se debba essere rispettato un principio di parità di trattamento oppure se possano essere rimborsate le quote a seconda del momento della ricezione delle richieste di rimborso.

⁹⁷ Nel cui interesse comunque i gestori devono agire ai sensi dell'art. 35-decies t.u.f.

⁹⁸ A livello macroeconomico, in un caso come quello discusso, la stessa tutela anche gli interessi della classe degli investitori; è tuttavia possibile, che rispetto al singolo investitore, e specificamente quello titolare di quote o azioni nell'FCM, l'adozione di tali politiche possa essere svantaggiosa.

rischio per la stabilità finanziaria, con la conseguente responsabilità in caso di inadempimento.⁹⁹

Qualora le attività a scadenza settimanale si riducano al di sotto di un'ulteriore soglia, il gestore *deve*, documentando le ragioni della propria scelta¹⁰⁰, prevedere commissioni di liquidità sui rimborsi, oppure sospendere gli stessi¹⁰¹.

Infine, la terza tipologia di FCM è costituita dai fondi con valore patrimoniale netto variabile (FCM di tipo VNAV). Questi fondi possono essere sia a breve termine che standard, a seconda del loro profilo di liquidità e della scadenza media ponderata¹⁰² e della vita media ponderata¹⁰³ delle loro attività. Ai sensi dell'art. 29, le attività dei fondi VNAV devono essere valutate secondo i prezzi di mercato o, in subordine¹⁰⁴, devono essere valutate in modo prudente in base ad un modello. L'utilizzo di questo sistema di valutazione delle attività comporta che il NAV del fondo vari costantemente e le quote o azioni vengano emesse o rimborsate a tale valore; ciò esclude che le stesse possano essere assimilate alla moneta, non venendo rimborsate al valore nominale.

Per quanto riguarda le modalità di calcolo del NAV, pertanto, il processo di demonetizzazione degli FCM è rimasto sostanzialmente incompiuto. I fondi VNAV (che, peraltro, in Europa esistevano anche prima

⁹⁹ Ovviamente, la previsione di responsabilità per il danno arrecato alla stabilità finanziaria è ovviamente indebolita dal fatto che questo danno è sia difficile da quantificare, sia pressochè impossibile da far valere in assenza di regole specifiche che garantiscano legittimazione ed interesse ad agire ad uno specifico soggetto. Tuttavia, tali doveri del gestore possono essere resi efficaci e significativi con la previsione di adeguate sanzioni amministrative.

¹⁰⁰ Anche in questo caso, l'art. 34, par. primo, lett. b) prevede che il gestore debba tenere presenti gli interessi degli investitori, che potranno essere considerati nella scelta di quale delle due misure applicare. Anche se l'obbligatorietà dell'adozione delle misure riduce i rischi evidenziati precedentemente rispetto alla considerazione degli interessi degli investitori rispetto alle misure opzionali, anche in questo caso sarebbe stato più opportuno specificare che le misure sono volte essenzialmente a garantire la stabilità del sistema e che la scelta fra le diverse opzioni deve essere effettuata al fine di raggiungere questo obiettivo.

¹⁰¹ Così come le restrizioni ai rimborsi previste dall'art. 34, par. primo, lett. a), ii), anche la sospensione dei rimborsi, sia facoltativa, sia obbligatoria, può essere imposta per «un periodo non superiore a 15 giorni lavorativi». Se in un periodo di 90 giorni la durata complessiva delle sospensioni supera i 15 giorni, l'FCM CNAV e LVAN cessano immediata di essere tali ai sensi dell'art. 34, par. 2 reg. FCM.

¹⁰² Definita al n. 19) dell'art. 2 del regolamento.

¹⁰³ Definita al n. 20) dell'art. 2 del regolamento.

¹⁰⁴ Il metodo del *mark to model* può essere utilizzato quando non è possibile ricorrere al metodo del *mark to market* o i dati di mercato non sono di qualità sufficiente, art. 29, par. 4 reg. FCM.

della crisi) sono gli unici le cui quote non siano dotate di *moneyiness*, mentre i fondi CNAV e LVNAV possono rimborsarle le quote ad un valore stabile. È stato invece predisposto un insieme di regole che limitano, quanto meno per i fondi LVNAV, la possibilità di utilizzare metodo del costo ammortizzato per valutare le attività. Inoltre, il c.d.a. del gestore è stato dotato del potere (e, nei casi più gravi, onerato del dovere) di intraprendere misure per arginare le corse da parte dei quotisti o azionisti.

6. *Il sostegno esterno.* – Mentre la variabilità del NAV è stata oggetto di grande attenzione, meno studiata è stata l'altra tecnologia che è stata essenziale per supportare il mantenimento di un NAV stabile e promuovere l'assimilazione delle quote degli FCM ai depositi bancari: il sostegno esterno (generalmente, da parte dello sponsor) agli FCM¹⁰⁵ al fine di assicurare il mantenimento di un NAV costante.¹⁰⁶ Come è evidente, il sostegno (detto anche *liquidity put*) da parte di un terzo soggetto, che potrebbe anche avere accesso al bilancio della banca centrale, è stato cruciale per garantire l'assimilazione delle quote degli FCM ai depositi ed assicurare la possibilità di redimerle al valore nominale. Mentre in relazione al NAV sia l'Europa che gli Stati Uniti hanno intrapreso strade intermedie, seppure in parte differenti, con riguardo al sostegno esterno le scelte regolamentari sono state diametralmente opposte.¹⁰⁷ Gli Stati Uniti hanno optato per un maggior livello di trasparenza, mentre l'Unione Europea ha vietato *tout court* il sostegno esterno. Nell'analisi di queste scelte è bene tenere in considerazione non solo l'interazione fra sostegno esterno e *moneyiness* delle quote degli FCM, ma anche che il supporto esterno¹⁰⁸ aumenta la complessità e l'opacità del sistema finanziario.

Nonostante la bassa volatilità e la relativa stabilità del valore delle attività in cui gli FCM investono, talvolta accade che il valore delle attività dell'OICR calcolato secondo il prezzo di mercato diverga in maniera troppo

¹⁰⁵ Il supporto da parte degli sponsor aumenta tuttavia anche l'interconnessione fra i vari enti che compongono il sistema finanziario.

¹⁰⁶ L'importanza del ruolo degli sponsor nel sostegno agli FCM è stata analizzata da HENRY SHILLING ET AL., *Moody's Investors Serv., Sponsor Support Key To Money Market Funds* (2010); si veda anche, PATRICK E. MCCABE, *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises* (FEDS Working Paper No. 2010- 51), disponibile sul sito <https://www.federalreserve.gov/PUBS/feds/2010/201051/201051pap.pdf>.

¹⁰⁷ Sia consentito il rinvio a F. FORNASARI, *"De-moneynising MMF shares: third party support in the United States and the European Union, in NYU journal of international law and politics*, 2019, 1313 ss.

¹⁰⁸ Soprattutto qualora non debba essere contabilizzato nel bilancio dello *sponsor*.

per significativa rispetto al loro valore calcolato secondo il metodo del prezzo ammortizzato per poter garantire la redimibilità delle quote al loro valore nominale. In questi casi, il sostegno esterno è stato essenziale per preservare la “garanzia” della sicurezza dell’investimento negli FCM ed il suo carattere simile ai depositi bancari.¹⁰⁹

Il sostegno esterno è generalmente fornito dallo sponsor. Tuttavia, il concetto di sponsor non ha una connotazione giuridica netta:

“The term “sponsor” is used for an affiliated or parent company of the money market fund’s manager. This will usually be an asset management firm running various funds, or a bank. A sponsor is not legally or contractually obligated to support its money market fund in times of financial stress, but they might do so to avoid reputational damage and to prevent a loss of investor confidence from spilling over to its other lines of business.”¹¹⁰

Il sostegno esterno può pertanto essere garantito per diverse ragioni; tuttavia, è necessario sottolineare che, *ex ante*, non sussiste nessuna obbligazione di erogare il sostegno, prima che questo sia effettivamente fornito.¹¹¹ L’assenza di un’obbligazione contrattuale ha diverse conseguenze. In primo luogo, lo sponsor non deve riportare nel proprio bilancio la potenziale passività e, di conseguenza, non deve stanziare le conseguenti riserve di capitale, previste dalla regolamentazione prudenziale.

In secondo luogo, il sostegno aumenta l’interconnessione fra i diversi nodi del sistema finanziario.¹¹² In tempo di turbolenza, lo sforzo per sostenere l’FCM da parte dello sponsor può mettere a rischio il bilancio dello stesso.¹¹³ Allo stesso tempo, l’interconnessione aumenta la

¹⁰⁹ N. GORDON E CHRISTOPHER M. GANDIA, nt. 22, 361-62.

¹¹⁰ HEIKE MAI, nt. 6, 5; le ragioni alla base dell’erogazione del sostegno sono enumerate anche da HENRY SHILLING ET AL., nt. 106, 2.

¹¹¹ “Any implicit or explicit expression of support would potentially create regulatory challenges, an undesirable legal obligation, and also have financial reporting ramifications for the sponsoring organization based on the magnitude as well as terms and conditions of any such support provisions.” HENRY SHILLING ET AL nt. 106, 2.

¹¹² Gli elementi che creano il maggior livello di interconnessione sono i rapporti di credito-debito che legano gli FCM agli altri nodi. Le attività degli FCM sono infatti passività per gli altri enti. Le azioni o quote degli FCM che consistono sostanzialmente (anche se non giuridicamente) in passività verso gli investitori sono attività per gli investitori stessi. Questo intreccio è ben colto dall’ultimo rapporto del FSB sul sistema di *shadow banking*, FSB nt. 31, 34-45.

¹¹³ PATRICK E. MCCABE, nt. 106, 35.

complessità del sistema e rende più complicato intervenire rispetto al singolo ente od isolare la diffusione dei fattori di instabilità.¹¹⁴ Tucker¹¹⁵ ha evidenziato che durante la crisi molti gruppi bancari erano stati autorizzati dalla Fed ad iniettare liquidità nei fondi sponsorizzati, nonostante non fossero tenuti a mantenere nessuna riserva di capitale per tale sostegno.¹¹⁶ Nel 2010, il Presidential Working Group ha sottolineato i rischi derivanti dal sostegno esterno che dipendono dall'ambito e della misura del sostegno, uniti al senso di sicurezza potenzialmente falso¹¹⁷ che trasmettono agli investitori. Il Comitato di Basilea ha emesso specifiche linee guida riguardo al cosiddetto "*step-in risk*", di cui il sostegno esterno è una sub-categoria. L'intensa attività di *lobbying* ha comportato la modifica della bozza delle linee guida e la versione definitiva dell'ottobre 2017 si limita ad evidenziare il rischio posto dal sostegno dello sponsor, suggerisce diverse modalità per aumentare la trasparenza e, potenzialmente, tenere in considerazione il sostegno nel calcolo delle esposizioni dello sponsor.¹¹⁸

In terzo luogo, il sostegno rappresenta una garanzia privata del mantenimento della stabilità del valore delle quote del fondo. Questa forma privata di assicurazione, mentre è potenzialmente stabilizzante per il singolo FCM, interagisce in maniera determinante con la demonetizzazione delle quote degli FCM: l'assenza del sostegno, infatti, comporta che il valore delle quote dei fondi vari più di frequente.

Queste brevi considerazioni trovano riscontro nei fatti avvenuti durante la crisi. Come è stato evidenziato da Moody's, gli FCM sono riusciti a mantenere un NAV stabile grazie ai ripetuti interventi da parte degli sponsor a sostegno degli OICR. La domanda di sostegno è letteralmente esplosa nel corso della crisi, quando sessantadue fondi statunitensi sono stati supportati dagli sponsor. Nonostante l'assenza di obbligazioni giuridicamente vincolanti, l'evidenza empirica dimostra che i gli investitori consideravano il sostegno come certo ed infatti hanno disinvestito in

¹¹⁴ I problemi che l'interconnessione pone per la regolamentazione finanziaria sono stati esplorati da ANDREW HALDANE, *Rethinking the Financial Network*, available at <https://www.bis.org/review/r090505e.pdf>.

¹¹⁵ Al momento in cui queste osservazioni sono state formulate Tucker era Deputy Governor for Financial Stability presso la Bank of England.

¹¹⁶ PAUL TUCKER, *Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability* 3 (21 Jan. 2010), disponibile all'indirizzo <https://www.bis.org/review/r100126d.pdf>.

¹¹⁷ MATTHIAS THIEMANN, nt. 8, 212.

¹¹⁸ MATTHIAS THIEMANN, nt. 8, 222.

maniera asimmetrica¹¹⁹ rispetto ai diversi fondi a seconda della solvibilità dello sponsor.¹²⁰ Nonostante miliardi di dollari siano stati iniettati da parte degli sponsor nei fondi, dopo il collasso di Lehman, gli sforzi privati non sono stati sufficienti e la Fed è intervenuta per sostenere sia la liquidità del FCM che il mercato delle ABCP, mentre il Dipartimento del Tesoro ha garantito il valore delle quote dei FCM americani detenute ad una certa data, in modo da fermare la corsa al riscatto delle quote.

Ciò premesso, la riforma delle regole sul sostegno esterno è stata un elemento centrale per la riforma degli FCM sia negli Stati Uniti che nell'Unione Europea. Tuttavia, mentre gli Stati Uniti hanno scelto di standardizzare le regole per la concessione del sostegno ed aumentare la trasparenza in merito, l'art. 35 del regolamento UE ha vietato *tout court* la possibilità di garantire il sostegno.

6.1. *La regolamentazione del sostegno esterno.* - Il considerando n. 5 afferma che i gestori del risparmio, supportati dagli sponsor, possono decidere di fornire sostegno ai fondi e che, poiché questo potrebbe eccedere le riserve disponibili, dovrebbe essere proibito. Il considerando n. 49 afferma che il sostegno esterno aumenta il rischio di contagio fra gli FCM ed il resto del settore finanziario. Per di più, l'incertezza riguardo all'ammontare del sostegno potrebbe alimentare una corsa al riscatto, piuttosto che fermarla.

In maniera coerente con questo approccio, l'art. 35 del regolamento afferma che «l'FCM non riceve sostegno esterno». La definizione di sostegno esterno fornita nel secondo paragrafo è molto ampia e ricomprende sia il sostegno fornito sia direttamente, sia indirettamente da un ente terzo, incluso lo sponsor. Il sostegno rilevante per la disposizione è quello «mirante a o avente l'effetto di garantire la liquidità dell'FCM o stabilizzarne il NAV per azione o quota».¹²¹

Due elementi della definizione meritano di essere segnalati. In primo luogo, l'intenzione e l'effetto del sostegno sono separati. Ne consegue che sono ricomprese nel concetto di sostegno, e di conseguenza illecite, sia

¹¹⁹ Le cause della corsa asimmetrica rispetto ai diversi FCM sono state individuate come influenzate dai diversi livelli di rischio associati al portafoglio della attività, al tipo di investitori ed alla natura dello *sponsor* da PATRICK E. MCCABE, nt. 106; i risultati a cui è giunto McCabe sono stati confermati per gli FCM europei da JEFFREY N. GORDON-CHRISTOPHER M. GANDIA, nt. 22, 359.

¹²⁰ NAHOIKO BABA, ROBERT N. MCCAULEY & SRICHANDER RAMASWAMY, nt. 4, 73.

¹²¹ Art. 35, par. 2 regolamento FCM.

un'operazione che intenda stabilizzare il NAV dell'FCM, senza riuscirci, sia un'operazione che non sia esclusivamente intesa a ciò, ma abbia comunque l'effetto materiale di stabilizzare il fondo. L'ampiezza della definizione è espressamente indirizzata a ricomprendere ogni possibile operazione, strutturata in modo da eludere il divieto, che abbia l'effetto pratico di fornire liquidità all'FCM o di stabilizzarne il NAV. Ciò è particolarmente importante quando si consideri che il sostegno può essere fornito tramite differenti schemi contrattuali, agendo sia dal lato delle passività che delle attività del bilancio dell'FCM.¹²²

In secondo luogo, sia il sostegno alla liquidità dell'FCM, sia alla stabilità del NAV sono ricompresi nella definizione: quale che sia l'obiettivo, il sostegno è vietato.

Il secondo periodo del secondo paragrafo dell'art. 35 elenca una serie di operazioni che sono ricomprese nel concetto di sostegno. L'elenco specifica operazioni che sono senz'altro vietate. Sono esplicitamente incluse nella definizione gli apporti di capitale, l'acquisto delle attività dell'FCM a prezzi gonfiati, l'acquisto da parte di terzi di azioni o quote al fine di fornire liquidità, la concessione a favore dell'FCM di qualsiasi garanzia implicita o esplicita, e, infine, qualunque azione da parte di terzi «mirante direttamente o indirettamente a mantenere il profilo di liquidità e il NAV per azione o quota dell'FCM».

Bisogna dunque domandarsi quale sia la relazione fra il primo ed il secondo periodo del secondo paragrafo dell'art. 35. Mentre il primo definisce cosa si *intende* per sostegno esterno, il secondo elenca cosa questo *comprenda*. Inoltre, sebbene il secondo contenga una clausola *catch all* alla lettera e), questa non è comunque equivalente al primo paragrafo. La lett. e) riguarda infatti solamente ogni azione di terzi «mirante» a garantire la liquidità o il valore del NAV, mentre il primo paragrafo ricomprende il sostegno «mirante o avente l'effetto» di garantire liquidità e valore del NAV, ed è quindi più ampia. Pare dunque che il primo periodo definisca cosa sia sostegno esterno e, ai sensi del primo paragrafo, ogni forma di sostegno così identificato è vietata. Il secondo periodo del secondo paragrafo elenca una serie di operazioni che sono senz'altro ricomprese nella definizione di sostegno esterno, a fini chiarificatori, ma non esclusivi.

Ciò premesso, il secondo paragrafo dell'articolo, ed in particolare la relazione fra i due paragrafi dello stesso, presenta un ulteriore problema

¹²² Il sostegno può infatti concernere sia l'acquisto delle quote o azioni dell'FCM, che l'acquisto dei titoli in cui il FCM investe.

interpretativo connesso a quello appena discusso, ma differente. Il regolamento, infatti, definisce cosa si intende per sostegno esterno in un'ottica funzionale ed oggettiva, ma non limita il divieto dal punto di vista *soggettivo*. Il sostegno vietato è infatti quello fornito «da terzi, tra cui il promotore dell'FCM», ma non è limitato ad enti che abbiano una particolare relazione con l'FCM stesso. Il secondo periodo del secondo paragrafo, fra le attività ricomprese nel sostegno esterno, ne elenca una serie senza qualificarle in nessun modo: in particolare, la lett. *a*) concerne «apporti di capitale da parte di terzi», la lett. *b*) l'acquisto da parte di terzi delle attività a prezzo gonfiato¹²³, e la lett. *d*) il rilascio di garanzie o lettere di sostegno per l'FCM. Nello specifico, non è fatto alcun richiamo alle finalità per cui tali operazioni sono compiute, mentre le lett. *c*) ed *e*) specificano la finalità delle attività vietate.

Il fatto che il concetto di «terzi» da cui il sostegno possa provenire non sia definito e le attività proibite non siano limitate dal punto di vista funzionale, rende necessario specificarne i limiti. Le opzioni interpretative possibili sono astrattamente due: o considerare le operazioni come vietate *tout court*, a prescindere dalle ragioni per la loro esecuzione. Oppure osservare il secondo periodo tramite la lente del primo, ritenendo che i presupposti e le finalità che caratterizzano il concetto di sostegno esterno debbano, per forza, anche modulare le attività che sono comprese in tale sostegno. Entrambe le opzioni ermeneutiche presentano una difficoltà. La prima, presenta una incongruenza di carattere "topografico": la scelta di prevedere specifici divieti rispetto alla struttura degli FCM nell'articolo dedicato al sostegno esterno non è forse felicissima. La seconda opzione presenta un problema di coerenza interna: infatti, la lett. *c*) e la lett. *d*) specificano requisiti parzialmente sovrapponibili a quelli della definizione generale, che non si capisce perché dovrebbero essere richiamati esclusivamente per alcuni requisiti, se dovessero comunque ritenersi applicabili quelli generali.

Pare dunque preferibile optare per la prima interpretazione, sicché dovranno essere qualificati come sostegno esterno tutti gli apporti di capitale, gli acquisti delle attività dell'FCM a prezzo gonfiato¹²⁴, e la concessione di qualsiasi tipo di garanzia, implicita o esplicita o lettera di

¹²³ Rispetto alla lett. *a*), però, la lett. *b*) qualifica l'attività ricompresa nel concetto di sostegno tramite il concetto di prezzo gonfiato, che sembra indicare non solamente un "cattivo affare" per il soggetto che acquista le attività dell'FCM, ma un'operazione intrapresa volontariamente e consciamente a prezzi fuori mercato.

¹²⁴ Cfr. nt. 123.

sostegno. Peraltro, il divieto rispetto alla concessione di qualsiasi tipo di garanzia è coerente con la finalità della riforma di demonetizzare le azioni o quote degli FCM, e con l'obbligazione di riportare in tutti i documenti utilizzati ai fini di commercializzazione che l'FCM non è un investimento garantito.¹²⁵

Infine, due ulteriori questioni meritano di essere trattate: la rinuncia al pagamento dei compensi per la gestione degli OICR costituisce una forma illegittima di sostegno? L'acquisto da parte di terzi delle quote dell'OICR a prezzi non inflazionati costituisce una forma di sostegno illegittima?

In passato, la rinuncia al pagamento dei compensi per la gestione ha costituito una delle modalità più diffuse per il sostegno al valore degli FCM.¹²⁶ La rinuncia ai compensi per la gestione, sebbene non menzionata nell'elenco specifico, potrebbe rientrare sia all'interno della lett. e)¹²⁷, che della definizione generale di sostegno.¹²⁸ Ritengo pertanto che, essendo proibite sia le attività di sostegno intese a¹²⁹, sia quelle che hanno l'effetto di supportare il fondo, la rinuncia ai compensi per la gestione ricadrà quasi sempre nel divieto previsto dall'art. 35 del regolamento.

La lett. c) specifica che è ricompreso nel divieto l'«acquisto da parte di terzi di quote o azioni dell'FCM al fine di fornirgli liquidità»: il divieto non riguarda dunque le sottoscrizioni effettuate a prezzi “gonfiati”, come la lett. b), ma tutti gli acquisti.¹³⁰ Tuttavia, poiché il concetto di terzi non è delimitato, e poiché tutti gli acquisti di azioni o quote hanno l'effetto di fornire liquidità all'FCM, la disposizione non può essere interpretata in maniera puramente oggettiva, altrimenti vieterebbe qualsiasi sottoscrizione di quote o azioni. Ciò che è rilevante, dunque, non è l'acquisto di per sé, ma l'intento specifico di fornire liquidità, che metterebbe in discussione l'autonomia del fondo e potrebbe contrastare con l'obiettivo di demonetizzare le quote del fondo stesso. Poiché l'intenzione dell'acquirente

¹²⁵ Art. 36, par. 3, lett. a) reg. FCM. Il paragrafo quarto del medesimo articolo specifica inoltre che nessuna comunicazione dell'FCM o del gestore dello stesso lascia intendere che l'investimento nell'FCM sia garantito in alcun modo.

¹²⁶ JILL FISCH, nt. 60, 14.

¹²⁷ La differenza fra la definizione della lett. e) e quella generale è già stata analizzata *supra*.

¹²⁸ Come è stato argomentato precedentemente, diversi indizi spingono a propendere per l'interpretazione che non consideri l'elenco del secondo paragrafo come tassativo, ma come esemplificativo.

¹²⁹ A prescindere dal successo o dal fallimento rispetto all'obiettivo.

¹³⁰ Peraltro, il termine acquisti delle quote o azioni sembra essere improprio: è infatti evidente che gli acquisti delle quote o azioni che forniscono liquidità all'FCM sono le sottoscrizioni.

non viene specificata al momento della sottoscrizione, l'intento specifico potrebbe essere desunto da alcuni elementi presuntivi, come la natura del terzo ed il suo eventuale interesse a sostenere il fondo, e la sussistenza di un problema di liquidità per l'FCM.

7. *Conclusioni.* - L'articolo ha analizzato come le cause della fragilità degli FCM debbano essere rinvenute nell'architettura e nelle logiche di funzionamento del sistema di *shadow banking*. Le tecnologie che hanno permesso, prima della crisi, alle quote o azioni degli FCM di fungere da sostituti dei depositi bancari per la gestione della liquidità da parte di società multinazionali, istituzioni finanziarie e individui *high net worth* sono state principalmente la possibilità di offrire e rimborsare le azioni ad un NAV costante ed il sostegno esterno come sistema di assicurazione privata quando il valore delle attività dell'FCM si riduceva al di sotto di una certa soglia. La crisi ha mostrato come l'apparente stabilità di questi FCM possa dimostrarsi illusoria e svanire rapidamente.

Il legislatore europeo si è concentrato pertanto anche su questi due elementi. La riforma tuttavia, anche in assenza di solidi riscontri empirici riguardo alla maggior stabilità derivante dalla demonetizzazione degli FCM ha adottato un compromesso, dovuto anche a ragioni di economia politica legate sia al lato delle attività, sia delle passività del bilancio degli FCM. Per quanto riguarda il lato delle passività, la demonetizzazione delle quote degli FCM non erode la domanda per questi strumenti del mercato monetario, derivante da cause differenti ed esogene. La completa demonetizzazione potrebbe al contrario comportare che, vista anche la carenza di *safe assets*, questa domanda si rivolga verso strumenti ancora più opachi e, potenzialmente, instabili. Dal lato delle attività, gli FCM forniscono finanziamenti a breve termine sia ad istituzioni finanziarie, sia a società non finanziarie sia ad enti pubblici. È quindi possibile restringere in maniera molto decisa le attività in cui gli FCM possono investire, senza correre il rischio di generare effetti macroeconomici destabilizzanti, solamente se si concepiscono forme alternative di finanziamento per questi enti. Al tempo stesso, demonetizzare completamente le quote degli FCM comporterebbe che gli investitori si rivolgano altrove, con la conseguenza che gli FCM avrebbero una massa minore da investire. Queste brevi considerazioni dimostrano, ancora una volta, che approcciare la riforma del sistema macro-finanziario in cui l'elemento chiave è costituito dall'interconnessione, non nel suo complesso, ma tramite disposizioni

indirizzate ai singoli enti, limita fortemente le opzioni regolamentari disponibili, poiché influisce su singoli elementi istituzionali di un sistema evolutivo, senza intaccare le cause di determinati fenomeni e senza agire sull'architettura complessiva.